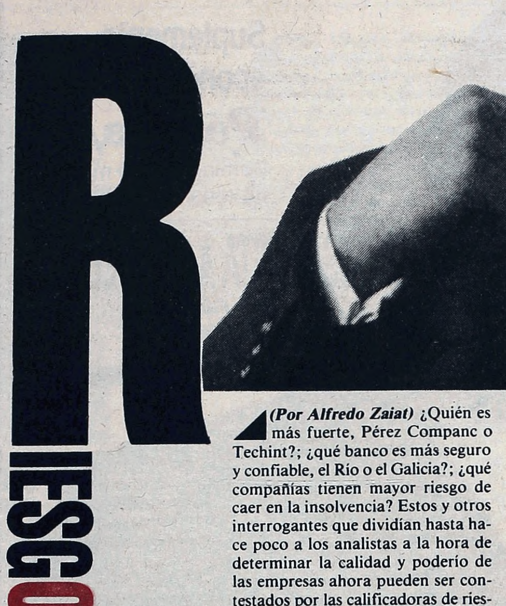

CASH
Suplemento
económico de
Página/12
Domingo 30 de mayo
de 1993 - Año 4 - Nº 162
RESPUESTA A JUAN LLACH
Por Arnaldo Bocco
y Gastón Repetto
Pág. 5
OJO CON
EL CONSUMO
Por Marcelo Zlotogwiazda
Pág. 8
BOLETIN DE
CALIFICACIONES
INVESTIGACION
ESPECIAL
CASH REVELA LAS CALIFICACIONES
OTORGADAS POR LAS MAS IMPORTANTES
AGENCIAS EVALUADORAS DE LA
CITY A LAS PRINCIPALES EMPRESAS
EL BOLETIN
PRESTAMOS
HIPOTECARIOS
PARA LA ADQUISICION DE VIVENDA FAMILIAR
Banco de la Ciudad le posibilita la oportunidad de contar con su vivienda
propia, a través de un PRESTAMO HIPOTECARIO en dólares.
Florida 302 y Sucursales. Consultar a los Tel.: 325-7713/2746/2670
banco de la ciudad



RIESGO

CALIFICADORAS

- Broda, Domínguez, Econsult (Chile) y Duff & Phelps (EE.UU.)
- Evaluadora Latinoamericana: Enrique Szewach, Carlos Rivas, Abel Vignone y Feller, Schleyer Rating (Chile).
- Risk Annalysis: Viviana Zocco y Diana Mondino.
- PCA: José Carlos Jaime, David Martín, Calificadores Asociados (Chile) e IBCA (Gran Bretaña).
- Value: Morales-Rúas.
- Juan Angel Ratto y Humphreys (Chile).
- Magister: Adolfo Sturzenegger (Econométrica), Mario Vicens (Macroeconomía) y Aninat, Menéndez, Merino y Asoc. (Chile).

(Por Alfredo Zaiat) ¿Quién es más fuerte, Pérez Companc o Techint?; ¿qué banco es más seguro y confiable, el Río o el Galicia?; ¿qué compañías tienen mayor riesgo de caer en la insolvencia? Estos y otros interrogantes que dividían hasta hace poco a los analistas a la hora de determinar la calidad y poderío de las empresas ahora pueden ser contestados por las calificadoras de riesgo, que desde fines del año pasado empezaron a trabajar en la plaza. Seis agencias se ocupan de estudiar la estructura patrimonial de las compañías para determinar la capacidad de repago de sus deudas. Y, de acuerdo con la posibilidad de cumplir con los compromisos, asignan notas que van de la sobresaliente triple *A* hasta la descalificante *E*. Quienes deben estar bajo la lupa de la mesa examinadora son las empresas que quieren cotizar Obligaciones Negociables (bonos de deuda privada) en el mercado de capitales.

En el mundo existen muy pocas empresas triple A y apenas unos cuantos bancos reciben la máxima calificación (JP Morgan, Deutsche Bank y Union Bank of Switzerland). A ese selecto grupo se debería sumar Pérez Companc, que fue la única compañía argentina que hasta ahora puede mostrar orgullosa el pergamino con las tres A. Pese a esa calificación y al indudable poderío del holding petrolero, ningún banquero ni hombre de negocios se atrevería a ubicar a Pérez en el mismo nivel que las compañías más fuertes del mercado internacional.

Lo que sucede es que una cosa es que la calificación haya sido concedida por las tres evaluadoras del mundo más importantes (Standar & Poor's Moody's e IBCA), y otra muy diferente que la nota haya sido otorgada por alguna de las locales. Los especialistas del mercado están convencidos de que ninguna empresa o banco argentino está en condiciones de jugar en la categoría de los más poderosos. Incluso señalan que las agencias locales están siendo bastante contemplativas en el análisis de las empresas. Ponen como ejemplo el caso del Banco de Galicia: una de las calificadoras había determinado que merecía una sola A, pero otra le había asignado doble A; entonces la primera —previa queja de la entidad financiera— modificó su criterio original.

Los entendidos de este negocio sentencian que la triple o la doble A es sólo para los elegidos. Y que la mejor manera de jerarquizar las calificaciones es siendo muy estricto a la hora de conceder las notas. Apuntan entonces que la evaluación que deben sortear los bancos y compañías para lanzar a la plaza ON es de consumo interno, y la calificación reci-

LAS REGLAS DE JUEGO

-Decreto 656/92-

- A partir del 1° de noviembre de 1992 la Comisión Nacional de Valores no otorga autorización de oferta pública a ningún título privado de deuda sin la previa presentación de dos calificaciones de riesgo.
- Las empresas pueden solicitar la calificación voluntaria de sus acciones. Lo mismo pueden hacer los bancos y compañías de seguros.
- Las calificadoras deben tener un Patrimonio Neto mínimo de 250.000 dólares.
- Los honorarios se fijan libremente.
- El Consejo de Calificación debe estar integrado, como mínimo, con tres miembros.
- Durante el ejercicio del cargo, los calificadores deben observar absoluta independencia respecto de las emisoras de títulos, sus sociedades vinculadas, controladas o pertenecientes al mismo grupo económico, que vayan a ser calificadas por ellos.
- No pueden realizar esa tarea en el caso de que hubiesen asesorado en los dos últimos años a la empresa a calificar.
- El Estado Nacional, las provincias, las bolsas de valores y empresas emisoras de títulos no pueden ser accionistas de las calificadoras.
- Los bancos, en forma individual o asociados, no pueden asumir más del 25 por ciento del paquete de control de las calificadoras.
- Las calificadoras tienen prohibido invertir en títulos calificados por ellas, utilizar información a la que accedan en razón de su actividad en provecho propio y realizar tareas de auditoría.

CUADRO DE HONOR

Empresa	Nota		Equivalencia*
Pérez Companc	AAA	AAA	10,0
Banco Holandés	AAA	AA	9,5
Banco de Galicia	AA	AA	9,0
Banco Tornquist	AA	AA	9,0
Loma Negra	AA	AA	9,0
Banco de Crédito Argentino	AA	AA	9,0
Bridas	AA	AA	8,0
Banco República	A	A	8,0
Banco del Sud	A	A	8,0
Banco Macro[1]	A		8,0
Banco Unión Comercial e Industrial (BUCI)	A	A	7,0
Polledo	BBB	BBB	7,0
Banco Mayo	BBB	BBB	7,0
Banco Patricios	BBB	BBB	7,0
Banco Mercantil	BBB	BBB	6,5
Petrolera San Jorge	BBB	BB	6,5
Benito Roggio	BBB	BB	5,5
Isaura	BB	B	5,0
Saiar	B	B	4,0
Grafex[1]	CCC		

1 Evaluación de Broda-Domínguez-Econsult.; no se conoce la nota de la otra calificadora.
* Equivalencia propia para una escala 0 a 10 en base al riesgo que se asigna a cada letra.
Fuente: Las calificadoras de riesgo.

bida no sirve como parámetro de comparación con otras empresas del mundo.

Las calificadoras no se sienten cuestionadas, y responden que su tarea es precisamente la de estudiar la capacidad de repago en el mercado interno de las empresas que emiten sus propios papeles de deuda. Se limitan por lo tanto a evaluarlas de acuerdo con las condiciones y perspectivas de la plaza local, sin aspirar por el momento a que sus notas tengan proyección internacional.

Conflicto de intereses

Desde noviembre toda compañía que quiera emitir ON deberá primero contar con dos calificaciones antes de poder lanzar sus papeles al mercado. El costo que debe afrontar para ser examinada varía entre los 15 y 30 mil dólares por cada contrato, que usualmente es anual e incluye una recalificación semestral. Ante cualquier modificación relevante en la actividad de la empresa, ésta debe ser nuevamente evaluada. En definitiva, al colocar una nota a una empresa las calificadoras están informando al inversor si son factibles las promesas de pago de intereses y capital contenidas en las condiciones de emisión de la ON.

La Comisión Nacional de Valores (CNV) se preocupó en sugerir a las calificadoras moderación en la fijación del precio por sus servicios, ya que en un primer momento se llegó a hablar de un costo de 50 mil dólares. Si el valor por exponerse a un examen de solvencia resultaba exagerado, se habría de encarecer finalmente el financiamiento de la empresa, pues aumentaría considerablemente la tasa de interés del endeudamiento. Por ese motivo, la CNV decidió liberar a las PyME de pasar el filtro de las calificadoras.

Al hacer una calificación se tienen en cuenta, fundamentalmente, tres factores: a) la capacidad de pago del emisor; b) las garantías; c) los resguardos establecidos en el contrato de emisión del bono. También se analiza si los papeles son a largo o a corto plazo, las características del sector en que opera la empresa, las inversiones en otros rubros y la calidad del management.

Por ahora, lo único que están obligadas a calificar son títulos de deuda privada. No pueden evaluar acciones, pero sí empresas, bancos y compañías de seguro que no piensan por el momento emitir ON pero asumen el riesgo de sentarse en la mesa examinadora sólo para saber qué nota merecen. En estos casos la precalificación es un contrato privado en el que la evaluación final no es difundida públicamente. Los principales clientes serán las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), ya que éstas no podrán invertir en activos de deuda que no estén calificados.

Un aspecto bastante controvertido en el funcionamiento de las calificadoras se refiere al eventual conflicto de intereses que puede presentarse a los integrantes del consejo examinador. La mayoría son consultores de empresas y por lo tanto se puede dar el caso de que tengan que juzgar la calidad de un cliente al que asesoran periódicamente. Esta situación está contemplada en el decreto que estableció las reglas de juego que prohíbe la opinión del calificador en el caso de que hubiese asesorado en los dos últimos años a la empresa a examinar (ver recuadro).

En la CNV reconocen que ése es un sistema con un delicado equilibrio difícil de controlar, pero el titular de la Comisión, Martín Redrado, sostiene que la flexibilidad permitida en la constitución de los consejos de calificación era la única forma de impulsar este negocio en el país. De lo que sí se preocupó el organismo de contralor fue de que las calificadoras no utilicen las mismas instalaciones de los socios consultores.

Sólo una de las seis agencias de riesgo autorizadas recibió el veto de la CNV. Evaluadora Latinoamericana formada por los economistas jefes de FIEL (Ricardo López Murphy y José Luis Bour) recibió un dictamen negativo de la Comisión, ya que está cuestionada la presencia de esos dos economistas debido a que tienen contratos de investigación celebrados con el Estado, aspecto que los inhabilitó a ser socios de una calificadora. Finalmente, la agencia quedó constituida por Abel Vignone de FIEL, Enrique Szewach y Carlos Rivas.

El boletín

El ranking de las empresas según el riesgo que le asignaron las evaluadoras muestra notas bastante favorables. No hay descalificadas y la que recibió hasta el momento unas de las peores notas fue la empresa del grupo Garovaglio y Zorraquín, SAIAR de Aceros Rheem: en el boletín recibió una B, que la ubica en el medio de la tabla. No le fue mejor a Grafex (fábrica de cuadernos): le colocó una triple C. Entre los bancos examinados el Holandés arañó el máximo puntaje, pero la agencia Primera Calificadora Argentina (Jaime, IBCA y un grupo chileno) le restó una A debido a los condicionamientos impuestos por la garantía de ABN AMRO —entidad controlante del Holandés— que "cubre ampliamente el riesgo comercial pero no el riesgo-país".

En un segundo escalón, con una doble A, se agrupan los bancos Galicia, Tornquist y Crédito Argentino, y Loma Negra y Bridas. Estas dos últimas empresas recibieron sus calificaciones hace pocas semanas: la cementera de Amalita Fortabat al emitir un ON por 85 millones de dólares fue examinada por Risk Annalysis y Value; mientras que la petrolera de los Bulgheroni que lanzó al mercado bonos por una suma similar tuvo que exponerse a los jueces de Broda-Domínguez-Econsult y Risk Annalysis.

Entre las empresas que están en lista de espera para ser evaluadas se encuentran IMPSA (Pescarmona), IRSA, Molinos Río de la Plata, Banco Austral, New San y los bancos BICA, Río, Sudecor e Independencia.

No dejó de llamar la atención en el mercado que un grupo como Benito Roggio, ganador de varias privatizaciones entre las que se destaca la concesión de trenes y subterráneos, halla recibido una triple y una doble B (Broda y Risk Annalysis, respectivamente) con lo que en esa evaluación se plantearon dudas acerca de su capacidad de pago de una ON por apenas 10 millones de dólares.

DICCIONARIO DE CALIFICACION

AAA: Excelente capacidad de pago y sin riesgo.
AA: Excelente capacidad de pago y casi sin riesgo.
A: Excelente capacidad de pago y riesgo manejable.
BBB: Buena capacidad de pago y con alta probabilidad de subir a la A.
BB: Buena capacidad de pago y solvencia adecuada.
B: Buena capacidad de pago.
C: Incertidumbre en su capacidad de pago.
D: Alta probabilidad de incumplimiento de sus obligaciones.
E: No presentan información válida y representativa.

Las evaluadoras no pueden negarse a calificar un título.

SU MAJESTAD EL TOMATE

Por Jorge Schvarzer



(Por Jorge Schvarzer) El Plan Austral (junio de 1985) congeló los precios de la casi totalidad de los bienes y servicios ofrecidos en la economía argentina. Los precios de los productos ''frescos'' (frutas, carnes, verduras), en cambio, quedaron a cargo del mercado por diversas causas; esa decisión se tomó debido al carácter estacional de la oferta y la exigencia de formas especiales para su comercio. Pero no bien se lanzó el plan, los precios de esos bienes treparon sin respiro y en contraste con la notable estabilidad del resto. El mercado no se mostró capaz de resolver el problema; peor aún, permitió que esos precios se fueran a las nubes. El tomate multiplicó su precio por tres en un par de meses y la papa hizo lo mismo en medio año; la carne los seguiría con un poco más de prudencia.

El Gobierno esperaba que a oferta estacional revirtiera esa situación pero esa idea demostró ser una ilusión. Los precios del tomate, la papa y otras verduras subieron una y otra vez con efectos perversos sobre la estabilidad. Como esos bienes están muy representados en la canasta familiar, resultó que el 80 por ciento del aumento estadístico del costo de la vida durante los primeros seis meses del Plan Austral se debió al incremento de dichos precios.

La clásica paradoja del asno de Buridan, que se murió justo cuando aprendió a vivir sin comer, es la mejor respuesta a quienes creen que no se deben comprar alimentos para contenerla.

Los análisis del tema demuestran que el Austral fue herido de muerte por ese fenómeno: ése fue el gatillo de la inflación, antes que las influencias del déficit del presupuesto o de la emisión monetaria. Ahora, la papa y el tomate han vuelto a subir, provocando la lógica preocupación de los funcionarios.

Si esos precios siguen en alza será muy difícil estabilizar la economía, haya o no control sobre la moneda. Y para contenerlos, hace falta reestructurar dichos mercados, no dejarlos librados a sí mismos. Créase o no, la papa y el tomate son enemigos del plan, tanto o más peligrosos que los evasores de impuestos. Si sus precios suben, las amas de casa verificarán (y sufrirán) todos los días en el mercado que la inflación no ha muerto, digan lo que digan los analistas monetarios. Y no tendrán alternativa, porque comer sigue siendo una prioridad.

EN EL BOLSILLO

Combustibles que queman

Un litro de nafta súper, extra o especial no es igual a otro litro de nafta súper, extra o especial. Más allá del esfuerzo que las petroleras hacen por remarcar que la suya es mejor que la de la competencia, los precios entre cada marca y entre las estaciones de servicio de los mismos colores tienen una diferencia de hasta 7,5 por ciento según una encuesta hecha por CASH en Capital Federal y el Gran Buenos Aires. En el gasoil la dispersión es aún mayor: llega al 13 por ciento.

En nafta, la más barata es la del Automóvil Club Argentino (ACA). Allí un litro de súper pagado en efectivo por un socio cuesta 0,726 de peso que sube a 0,736 con tarjeta para los socios o en efectivo para no socios.

Lo sigue la YPF de Libertador 8400: 0,730 de peso. Luego está el tropel de las también YPF de Cabildo 3100 (CF), Maipú 750, Maipú 2900 y Maipú 989, todas en Olivos: 0,736.

La Astra de Del Tejar al 2600 vende la especial a 0,755 el litro.

Las ESSO de Cabildo al 600, Cabildo 3800 y Libertador 2300 (todas en Capital) cobran la súper 0,764.

Pese a que es autoservicio, la ESSO de Libertador 7400 factura 0,766 de peso por litro.

La nafta de Isaura, en Cabildo al 3800, sale 0,769. La misma, pero en Libertador 13000, cuesta 0,775.

Shell, en sus bocas de Libertador 1700 y Libertador y Corrientes (Olivos), despacha a 0,779 por litro.

En las ESSO de Libertador y Corrientes y Maipú 779 (ambas en Olivos) y de Monroe al 1500 (CF) cobran 0,779 por cada litro que entra al tanque.

En el extremo más caro está la Puma de Maipú 2920: allí hay que pagar 0,780 por litro.

En el caso del gasoil, las diferencias de precio son más marcadas aún: entre el litro más barato y el más caro de las estaciones de servicio encuestadas hay un 13 por ciento de diferencia.

Mientras el Automóvil Club Argentino lo vende a 0,255 por litro en su sucursal de Belgrano, la ESSO de Libertador y Corrientes lo comercializa a 0,289. La Isaura de Cabildo 3800 lo ofrece a 0,259. En otra de la misma marca, pero en Libertador 13000, el precio es 0,262. Las YPF de Cabildo 4100 (Capital Federal) y la de Maipú 2900 (Olivos) lo ofrecen a 0,255. Pero no todas las YPF tienen el mismo precio: la de Constituyente y Griveo lo factura a 0,260. La Astra de Av. del Tejar al 2600 lo tiene a 0,262. La Shell de Av. del Tejar y Monroe, a 0,278. Si se prefiere el autoservicio, en la ESSO de Libertador al 7400 hay que pagarlo 0,277.

LA PELICULA DE LA CONVERTIBILIDAD

(Precios de entradas de cine, en pesos)

	Mayo '91	Mayo '93
National Palace (San Juan 2461)	3,00	5,00
Metro (Cerrito 570)	4,00	5,50
Patio Bullrich (Posadas 1245)	4,00	6,00
Iguazú (Lavalle 940)	4,00	5,50
Electric (Lavalle 836)	3,00	4,50
Flores (Rivadavia 6600)	3,50	5,00
Libertador (Corrientes 1334)	4,00	5,50
Atlas Belgrano (Cabildo 2165)	3,50	6,00
General Paz (Cabildo 2702)	3,50	6,00
Savoy (Cabildo 2829)	3,50	6,00

Todos los cines encuestados tienen el 50 por ciento de descuento en el precio de la entrada los días miércoles, con la excepción del National Palace, que cobra 3 pesos de lunes a miércoles.



PRECIOS

La polémica d

EL NOVILLO

(o el fracaso del Séptimo

Según un estudio de la revista británica "The Economist", la hamburguesa Bic Mac es una de las más caras del mundo. El autor sostiene que eso no solo es consecuencia del atraso cambiario sino también de los altos márgenes de ganancia que recargan los empresarios que no están sujetos a la competencia internacional. CASH invitó a McDonald's a sumarse a la polémica. pero prefirieron el silencio.

(Por José Alberto Bekinschtein*) El señor Olivier Lemaigre, de Nueva York, ha escrito a *The Economist* una carta, publicada en la edición del 8 de mayo donde afirma entre otras cosas:

''Como es usual, ustedes mencionan algunas preocupaciones acerca del índice Big Mac (17 de abril), y me pregunto si no hubieran debido mencionar otra más. El grado de sobrevaluación de una moneda respecto del dólar podría estar reflejando también el hecho de que McDonald's esté obteniendo en el extranjero márgenes (de beneficio) superiores a los que logra en Estados Unidos. Después de todo, es de sentido común esperar márgenes menores en Estados Unidos, dada la intensidad de la competencia allí. En algunos otros países, no obstante, McDonald's probablemente esté obteniendo beneficios más altos dado su símbolo de 'status' o su casi monopolio...''

En tales circunstancias la estrategia de la empresa en un mercado de las características del argentino es altamente racional. Es más, podríamos decir que la intensidad del *status symbol* del producto permitiría márgenes aún mayores: es lícito preguntarse si un incremento del 10 por ciento en el emparedado, que llevara su precio a 4 pesos no incrementaría los ingresos brutos de MD en el mismo porcentaje (por lo que en economía se caracteriza como una demanda inelástica: variaciones de precios no se reflejan en cambios proporcionales en la cantidad demandada).

Las características del sector social que demanda Big Macs son profundamente distintas a las de los clientes norteamericanos y determinan que aquí, en plena capital de las pampas se esté dispuesto a pagar mucho más por un producto prestigiado por razones de origen y de idioma.

Este fenómeno se extiende a una extensa gama de productos de consumo en la Argentina, debido entre otros factores, al alto poder adquisitivo de una franja porcentualmente baja pero numéricamente importante de la población, sobre todo en la Capital, cuyas pautas de consumo son ansiosamente imitadoras de lo que suponen es la conducta en el mítico Primer Mundo de tantas maneras publicitado.

Sumado a cierta ausencia de acciones (o de resultados) en materia de política de comercio interior[1] que sí existen en ese ''mundo'' —difusión de información acerca de calidad, componentes, valores nutritivos comparados, sanidad, adecuación al Código Alimentario (hay uno aunque no se crea), normas de competencia y transparencia en los mercados, de aplicación efectiva—, se logra una combinación formidable que puede dar lugar a situaciones como la siguiente ''Paradoja del Novillo'':

EL PRECIO DE LA CARNE VACUNA EN ESTADOS UNIDOS Y LA ARGENTINA

(precios de mediados de abril)

	La pampa argentina	Las praderas de Illinois
El kilo vivo de novillo	u$s 0,82	u$s 1,70
El kilo de carne picada	u$s 4,00 (promedio común y especial)	u$s 4,00

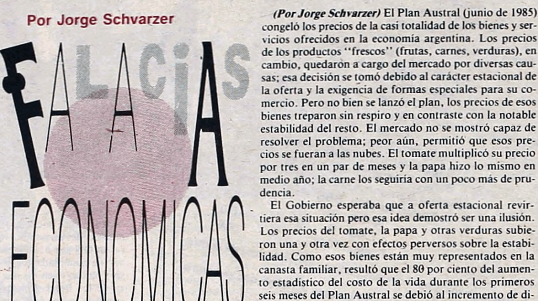
Fuentes: En la pampa argentina, Mercado de Hacienda de Liniers y Carrefour, en Hamburguerland, Mercado de Chicago y Safeways Supermarkets.

Los efectos de este tipo de paradojas (son imaginables similares ''labe-



SU MAJESTAD EL TOMATE

Por Jorge Schvarzer



(Por Jorge Schvarzer) El Plan Austral (junio de 1985) congeló los precios de la casi totalidad de los bienes y servicios ofrecidos en la economía argentina. Los precios de los productos "frescos" (frutas, carnes, verduras), en cambio, quedaron a cargo del mercado por diversas causas; esa decisión se tomó debido al carácter estacional de la oferta y la exigencia de formas especiales para su comercio. Pero no bien se lanzó el plan, los precios de esos bienes treparon sin respiro y en contraste con la notable estabilidad del resto. El mercado no se mostró capaz de resolver el problema; peor aún, permitió que esos precios se fueran a las nubes. El tomate multiplicó su precio por tres en un par de meses y la papa hizo lo mismo en medio año; la carne los seguiría con un poco más de prudencia.

El Gobierno esperaba que a oferta estacional revirtiera esa situación pero esa idea demostró ser una ilusión. Los precios del tomate, la papa y otras verduras subieron una y otra vez con efectos perversos sobre la estabilidad. Como esos bienes están muy representados en la canasta familiar, resultó que el 80 por ciento del aumento estadístico del costo de la vida durante los primeros seis meses del Plan Austral se debió al incremento de dichos precios.

La clásica paradoja del asno de Buridan, que se murió justo cuando aprendió a vivir sin comer, es la mejor respuesta a quienes creen que no se deben comprar alimentos para contenerla.

Los análisis del tema demuestran que el Austral fue herido de muerte por ese fenómeno: ése fue el gatillo de la inflación, antes que las influencias del déficit del presupuesto o de la emisión monetaria. Ahora, la papa y el tomate han vuelto a subir, provocando la lógica preocupación de los funcionarios.

Si esos precios siguen en alza será muy difícil estabilizar la economía, haya o no control sobre la moneda. Y para contenerlos, hace falta reestructurar dichos mercados, no dejarlos librados a sí mismos. Créase o no, la papa y el tomate son enemigos del plan, tanto o más peligrosos que los evasores de impuestos. Si sus precios suben, las amas de casa verificarán (y sufrirán) todos los días en el mercado que la inflación no ha muerto, digan lo que digan los analistas monetarios. Y no tendrán alternativa, porque comer sigue siendo una prioridad.

EN EL BOLSILLO

Combustibles que queman

Un litro de nafta súper, extra o especial no es igual a otro litro de nafta súper, extra o especial. Más allá del esfuerzo que las petroleras hacen por remarcar que la suya es mejor que la de la competencia, los precios entre cada marca y entre las estaciones de servicio de los mismos colores tienen una diferencia de hasta 7,5 por ciento según una encuesta hecha por CASH en Capital Federal y el Gran Buenos Aires. En el gasoil la dispersión es aún mayor: llega al 13 por ciento.

En nafta, la más barata es la del Automóvil Club Argentino (ACA). Allí un litro de súper pagado en efectivo por un socio cuesta 0,726 de peso que sube a 0,736 con tarjeta para los socios o en efectivo para no socios.

Lo sigue la YPF de Libertador 8400: 0,730 de peso. Luego está el tropel de las también YPF de Cabildo 3100 (CF), Maipú 750, Maipú 2900 y Maipú 989, todas en Olivos: 0,736.

La Astra de Del Tejar al 2600 vende la especial a 0,755 el litro.

Las ESSO de Cabildo al 600, Cabildo 3800 y Libertador 2300 (todas en Capital) cobran la súper 0,764.

Pese a que es autoservicio, la ESSO de Libertador 7400 factura 0,766 de peso por litro.

La nafta de Isaura, en Cabildo al 3800, sale 0,769. La misma, pero en Libertador 13000, cuesta 0,775.

Shell, en sus bocas de Libertador 1700 y Libertador y Corrientes (Olivos), despacha a 0,779 por litro.

En las ESSO de Libertador y Corrientes y Maipú 779 (ambas en Olivos) y de Monroe al 1500 (CF) cobran 0,779 por cada litro que entra al tanque.

En el extremo más caro está la Puma de Maipú 2920: allí hay que pagar 0,780 por litro.

En el caso del gasoil, las diferencias de precio son más marcadas aún: entre el litro más barato y el más caro de las estaciones de servicio encuestadas hay un 13 por ciento de diferencia.

Mientras el Automóvil Club Argentino lo vende a 0,255 por litro en su sucursal de Belgrano, la ESSO de Libertador y Corrientes lo comercializa a 0,289. La Isaura de Cabildo 3800 lo ofrece a 0,259. En otra de la misma marca, pero en Libertador 13000, el precio es 0,262. Las YPF de Cabildo 4100 (Capital Federal) y la de Maipú 2900 (Olivos) lo ofrecen a 0,255. Pero no todas las YPF tienen el mismo precio: la de Constituyente y Griveo lo factura a 0,260. La Astra de Av. del Tejar al 2600 lo tiene a 0,262. La Shell de Av. del Tejar y Monroe, a 0,278. Si se prefiere el autoservicio, en la ESSO de Libertador al 7400 hay que pagarlo 0,277.

LA PELICULA DE LA CONVERTIBILIDAD

(Precios de entradas de cine, en pesos)

	Mayo '91	Mayo '93
National Palace (San Juan 2461)	3,00	5,00
Metro (Cerrito 570)	4,00	5,50
Patio Bullrich (Posadas 1245)	4,00	6,00
Iguazú (Lavalle 940)	4,00	5,50
Electric (Lavalle 836)	3,00	4,50
Flores (Rivadavia 6600)	3,50	5,00
Libertador (Corrientes 1334)	4,00	5,50
Atlas Belgrano (Cabildo 2165)	3,50	6,00
General Paz (Cabildo 2702)	3,50	6,00
Savoy (Cabildo 2829)	3,50	6,00

Todos los cines encuestados tienen el 50 por ciento de descuento en el precio de la entrada los días miércoles, con la excepción del National Palace, que cobra 3 pesos de lunes a miércoles.



PRECIOS

BIG MAC

La polémica del Big Mac

EL NOVILLO ALEGRE

(o el fracaso del Séptimo de Caballería)

Según un estudio de la revista británica "The Economist", la hamburguesa Bic Mac es una de las más caras del mundo. El autor sostiene que eso no solo es consecuencia del atraso cambiario sino también de los altos márgenes de ganancia que recargan los empresarios que no están sujetos a la competencia internacional. CASH invitó a McDonald's a sumarse a la polémica, pero prefirieron el silencio.

(Por José Alberto Bekinschtein*) El señor Olivier Lemaigre, de Nueva York, ha escrito a *The Economist* una carta, publicada en la edición del 8 de mayo donde afirma entre otras cosas:

"Como es usual, ustedes mencionan algunas preocupaciones acerca del índice Big Mac (17 de abril), y me pregunto si no hubieran debido mencionar otra más. El grado de sobrevaluación de una moneda respecto del dólar podría estar reflejando también el hecho de que McDonald's esté obteniendo en el extranjero márgenes (de beneficio) superiores a los que logra en Estados Unidos. Después de todo, es de sentido común esperar márgenes menores en Estados Unidos, dada la intensidad de la competencia allí. En algunos otros países, no obstante, McDonald's probablemente esté obteniendo beneficios más altos dado su símbolo de 'status' o su casi monopolio..."

En tales circunstancias la estrategia de la empresa en un mercado de las características del argentino es altamente racional. Es más, podríamos decir que la intensidad del *status symbol* del producto permitiría márgenes aún mayores: es lícito preguntarse si un incremento del 10 por ciento en el emparedado, que llevara su precio a 4 pesos no incrementaría los ingresos brutos de MD en el mismo porcentaje (por lo que en economía se caracteriza como una demanda inelástica: variaciones de precios no se reflejan en cambios proporcionales en la cantidad demandada).

Las características del sector social que demanda Big Macs son profundamente distintas a las de los clientes norteamericanos y determinan que aquí, en plena capital de las pampas se esté dispuesto a pagar mucho más por un producto prestigiado por razones de origen y de idioma.

Este fenómeno se extiende a una extensa gama de productos de consumo en la Argentina, debido entre otros factores, al alto poder adquisitivo de una franja porcentualmente baja pero numéricamente importante de la población, sobre todo en la Capital, cuyas pautas de consumo son ansiosamente imitadoras de lo que suponen es la conducta en el mítico Primer Mundo de tantas maneras publicitado.

Sumado a cierta ausencia de acciones (o de resultados) en materia de política de comercio interior[1] que sí existen en ese "mundo" —difusión de información acerca de calidad, componentes, valores nutritivos comparados, sanidad, adecuación al Código Alimentario (hay uno aunque no se crea), normas de competencia y transparencia en los mercados, de aplicación efectiva—, se logra una combinación formidable que puede dar lugar a situaciones como la siguiente "Paradoja del Novillo":

EL PRECIO DE LA CARNE VACUNA EN ESTADOS UNIDOS Y LA ARGENTINA

(precios de mediados de abril)

	La pampa argentina	Las praderas de Illinois
El kilo vivo de novillo	u$s 0,82	u$s 1,70
El kilo de carne picada	u$s 4,00 (promedio común y especial)	u$s 4,00

Fuentes: En la pampa argentina, Mercado de Hacienda de Liniers y Carrefour, en Hamburguerland, Mercado de Chicago y Safeways Supermarkets.

Los efectos de este tipo de paradojas (son imaginables similares "laberintos de la lechuga" o "travesías de la pera Williams") pueden ser devastadores no sólo para el consumidor sino para la competitividad global de la economía. Porque mientras el país está en condiciones de producir en condiciones de productividad relativamente aceptables cierto universo de bienes comercializables internacionalmente —y potencialmente exportarlos— (primera línea del cuadro), *esa competitividad se pierde en la maraña de la distribución en el mercado interno* (por lo menos a corto plazo no sujeta a la competencia extranjera). Ello vuelve a la economía en general poco competitiva: el costo de la canasta familiar es más alto, los salarios deben ser mayores, los ejecutivos requieren sueldos que les permitan atender las necesidades de hamburguesas de sus niños —además del movicom—, los abogados ídem, los peluqueros ídem, los gastos generales suben, etcétera.

Ese efecto no es menor y no es salvable simplemente con el recurso a las fuerzas del mercado (que muchos confunden con el viejo Séptimo de Caballería): sea argumentando el "riesgo argentino" o a la sombra de la poca transparencia en la cadena de distribución con la cual deberían competir, los recién llegados (por ejemplo, nuevos supermercados o viejos en expansión, importadores, nuevos distribuidores) no vienen a salvar a la caravana: simplemente se emplazan un poco por debajo (en el margen) de los precios corrientes y operan en esa franja. Actuando racionalmente y con mejor armamento, se limitan a reemplazar a algunos indios ya agotados.

Mientras tanto en Washington D. C., han aprendido la lección. Mensualmente, el Departamento de Agricultura de Estados Unidos informa entre otros datos, los costos de producción, el nivel de precios al productor, al mayorista y al consumidor en cada plaza, y los márgenes de retorno en cada etapa: se sabe que el mercado no puede funcionar sin información, transparencia y vigilancia. Ls páginas de los diarios se llenan de avisos de supermercados, las agencias de publicidad mejoran su productividad, y la lucha contra los indios —no contra las carretas— es feroz.

Lejos allí abajo, en las pampas argentinas, se habla de terminar con distorsiones en los precios relativos...

1 Hay en el Congreso un proyecto de ley de fomento de la competencia.

** Fundación Pensar.*

Política fiscal

RESPUESTA A JUAN LLACH

DEBATE

Como réplica a lo que el secretario de Programación escribió en CASH el domingo pasado, los autores sostienen que la política impositiva de Cavallo "no promueve la igualdad".

(Por Arnaldo Bocco y Gastón Repetto*) El domingo pasado Juan J. Llach sostuvo que la política fiscal originada en la Ley de Convertibilidad aumentó la eficiencia productiva y la equidad distributiva. Queremos hacer tres comentarios y una propuesta a esa afirmación.

En primer lugar, los 30.000 millones de pesos que se destinarán al gasto social en 1993 son sólo el 12,35 por ciento del PBI de 235.000 millones de pesos previstos por el Gobierno para este año —y no el 17,8 por ciento como dice el secretario de Programación Económica.

En segundo lugar, la concentración del gasto público en el gasto social no implica necesariamente mayor progresividad, ya que proviene de ingresos temporarios originados en las privatizaciones. Estos recursos surgen de un traspaso de activos de propiedad pública a propiedad privada con la consecuente pérdida de un capital que era de todos, e implicaron mayores tarifas.

El tercer comentario es que, si bien la reducción del impuesto inflacionaria es un logro, la política Tacchi lo reemplaza con mayores impuestos a los consumos que vuelven a recaer sobre los sectores de menores ingresos. Lo que tenemos, pues, es una reducción de las asimetrías respecto de períodos de alta inflación donde la inequidad resultó socialmente insoportable, *pero no un sistema impositivo que promueva la igualdad*.

Si bien Llach reconoce que una sociedad más justa debe sustentarse en un aumento de la productividad, toda vez que se propone discutir en el equipo Cavallo el papel del sistema impositivo como herramienta para reformar los patrones de distribución y promover el progreso económico, reaparece un conjunto de mitos "clásicos de la reacción". Los dos más importantes son: a) el que afirma que el incremento de la presión impositiva directa desincentiva el aumento de la productividad, y b) el que busca justificar la inequidad tributaria en la necesidad de promover el crecimiento económico y las inversiones.

A MAS IMPUESTOS, MAS PRODUCTIVIDAD

(Período 1973-1990)

País	Crecimiento anual de la productividad En %	Crecimiento impuestos en % del PBI Entre extremos	Crecimiento impuestos en % del PBI Promedio anual	Crecimiento impuestos en % recaudación Promedio anual
Italia	1,70	11,70	0,62	1,73
Japón	1,65	12,10	0,73	2,56
Francia	1,60	8,70	0,48	1,06
Alemania	1,35	1,20	0,20	0,45
Reino Unido	0,95	4,30	0,21	0,51
Canadá	0,35	6,70	0,36	0,94
Estados Unidos	0,25	2,20	0,15	0,48

Fuente: OECD Economic Outkook N° 62. OECD december 1992. París.

En las economías desarrolladas ha existido en años recientes una relación estrecha y positiva entre el aumento de la presión impositiva y el incremento de la productividad (ver cuadro 1), lo que contradice la creencia convencional sobre la relación política impositiva-crecimiento económico. El crecimiento acelerado y continuo exige una inversión acelerada y persistente, pero también requiere gastos sostenidos para proveer importantes servicios sociales —salud, educación, desarrollo tecnológico—, así como también que se garantice el consumo necesario para asegurar la reproducción de la fuerza de trabajo. Por lo tanto, desde la perspectiva del crecimiento económico sano, el consumo suntuario, la inversión improductiva —que se basa en el primero— y el uso especulativo de la riqueza constituyen una fuente privilegiada de recursos para una redistribución por medio de los impuestos.

Aquí, las lecciones que pueden darnos las economías industrializadas resultan paradigmáticas. Los países de la OCDE con mayores tasas de crecimiento del PBI y de la productividad media de la economía, a diferencia de la Argentina, recaudan una parte importante de sus recursos mediante impuestos sobre el ingreso, los beneficios y el patrimonio de los más ricos, demostrando, de este modo, la falacia que se esconde detrás del argumento que indica que sólo la inequidad puede garantizar el crecimiento (ver cuadro 2).

Cuando los impuestos sobre la riqueza —como flujo y stock— son bajos, lo que se promueve es la posesión de la riqueza, *no su uso productivo*. Puede ser que en alguna medida funcione como un incentivo de la inversión, pero no brinda seguridades. Por el contrario, la realidad de los países desarrollados indica que la construucción de un sistema impositivo justo e igualitario *sí lo hace*.

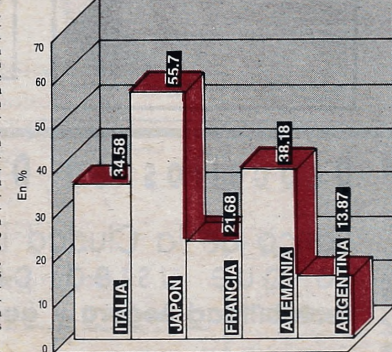
Tal vez nuestra dirigencia política y económica debería recordar a Sarmiento cuando hace algo más de un siglo decía que los sectores pudientes: *"No quieren saber nada de derechos, de impuestos a la hacienda. Quieren que el gobierno, quieren que nosotros, que no tenemos una vaca, contribuyamos a duplicarles o triplicarles su fortuna... a todos los millonarios que se pasan su vida mirando como paren las vacas. En ese estado está la cuestión, y como resulta que los que hacen las leyes y las aplican son también ganaderos, veremos mañana la canción de siempre, el payar de la guitarra a la sombra del ombú de la pampa, y a la puerta del rancho de paja".*

** Economistas de la Fundación Nacional.*

CUADRO 2

IMPUESTOS A LOS INGRESOS, BENEFICIOS Y PATRIMONIOS

(En % de los recursos impositivos totales)



Países OECD promedio 1975-1980-1985-1989 y para la Argentina promedio Plan de Convertibilidad.
Fuente: Revenue Statistics of OECD Member Countries 1965-1990. OECD, París, 1991 y Secretaría de Hacienda.



el **B**ig **M**ac

ALEGRE

de Caballería)

rintos de la lechuga'' o ''travesías de la pera Williams'') pueden ser devastadores no sólo para el consumidor sino para la competitividad global de la economía. Porque mientras el país está en condiciones de producir en condiciones de productividad relativamente aceptables cierto universo de bienes comercializables internacionalmente —y potencialmente exportarlos— (primera línea del cuadro), *esa competitividad se pierde en la maraña de la distribución en el mercado interno* (por lo menos a corto plazo no sujeta a la competencia extranjera). Ello vuelve a la economía en general poco competitiva: el costo de la canasta familiar es más alto, los salarios deben ser mayores, los ejecutivos requieren sueldos que les permitan atender las necesidades de hamburguesas de sus niños —además del movicom—, los abogados ídem, los peluqueros ídem, los gastos generales suben, etcétera.

Ese efecto no es menor y no es salvable simplemente con el recurso a las fuerzas del mercado (que muchos confunden con el viejo Séptimo de Caballería): sea argumentando el ''riesgo argentino'' o a la sombra de la poca transparencia en la cadena de distribución con la cual deberían competir, los recién llegados (por ejemplo, nuevos supermercados o viejos en expansión, importadores, nuevos distribuidores) no vienen a salvar a la caravana: simplemente se emplazan un poco por debajo (en el margen) de los precios corrientes y operan en esa franja. Actuando racionalmente y con mejor armamento, se limitan a reemplazar a algunos indios ya agotados.

Mientras tanto en Washington D. C., han aprendido la lección. Mensualmente, el Departamento de Agricultura de Estados Unidos informa entre otros datos, los costos de producción, el nivel de precios al productor, al mayorista y al consumidor en cada plaza, y los márgenes de retorno en cada etapa: se sabe que el mercado no puede funcionar sin información, transparencia y vigilancia. Ls páginas de los diarios se llenan de avisos de supermercados, las agencias de publicidad mejoran su productividad, y la lucha contra los indios —no contra las carretas— es feroz.

Lejos allí abajo, en las pampas argentinas, se habla de terminar con distorsiones en los precios relativos...

1 Hay en el Congreso un proyecto de ley de fomento de la competencia.
** Fundación Pensar.*

Política fiscal

RESPUESTA A JUAN LLACH



Como réplica a lo que el secretario de Programación escribió en CASH el domingo pasado, los autores sostienen que la política impositiva de Cavallo ''no promueve la igualdad''.

(Por Arnaldo Bocco y Gastón Repetto*) El domingo pasado Juan J. Llach sostuvo que la política fiscal originada en la Ley de Convertibilidad aumentó la eficiencia productiva y la equidad distributiva. Queremos hacer tres comentarios y una propuesta a esa afirmación.

En primer lugar, los 30.000 millones de pesos que se destinarán al gasto social en 1993 son sólo el 12,35 por ciento del PBI de 235.000 millones de pesos previstos por el Gobierno para este año —y no el 17,8 por ciento como dice el secretario de Programación Económica.

En segundo lugar, la concentración del gasto público en el gasto social no implica necesariamente mayor progresividad, ya que proviene de ingresos temporarios originados en las privatizaciones. Estos recursos surgen de un traspaso de activos de propiedad pública a propiedad privada con la consecuente pérdida de un capital que era de todos, e implicaron mayores tarifas.

El tercer comentario es que, si bien la reducción del impuesto inflacionaria es un logro, la política Tacchi lo reemplaza con mayores impuestos a los consumos que vuelven a recaer sobre los sectores de menores ingresos. Lo que tenemos, pues, es una reducción de las asimetrías respecto de períodos de alta inflación donde la inequidad resultó socialmente insoportable, *pero no un sistema impositivo que promueva la igualdad*.

Si bien Llach reconoce que una sociedad más justa debe sustentarse en un aumento de la productividad, toda vez que se propone discutir en el equipo Cavallo el papel del sistema impositivo como herramienta para reformar los patrones de distribución y promover el progreso económico, reaparece un conjunto de mitos ''clásicos de la reacción''. Los dos más importantes son: a) el que afirma que el incremento de la presión impositiva directa desincentiva el aumento de la productividad, y b) el que busca justificar la inequidad tributaria en la necesidad de promover el crecimiento económico y las inversiones.

A MAS IMPUESTOS, MAS PRODUCTIVIDAD

(Período 1973-1990)

País	Crecimiento anual de la productividad En %	Crecimiento impuestos en % del PBI Entre extremos	Crecimiento impuestos en % del PBI Promedio anual	Crecimiento impuestos en % recaudación Promedio anual
Italia	1,70	11,70	0,62	1,73
Japón	1,65	12,10	0,73	2,56
Francia	1,60	8,70	0,48	1,06
Alemania	1,35	1,20	0,20	0,45
Reino Unido	0,95	4,30	0,21	0,51
Canadá	0,35	6,70	0,36	0,94
Estados Unidos	0,25	2,20	0,15	0,48

Fuente: OECD Economic Outkook N° 62. OECD december 1992. Paris.

En las economías desarrolladas ha existido en años recientes una relación estrecha y positiva entre el aumento de la presión impositiva y el incremento de la productividad (ver cuadro 1), lo que contradice la creencia convencional sobre la relación política impositiva-crecimiento económico. El crecimiento acelerado y continuo exige una inversión acelerada y persistente, pero también requiere gastos sostenidos para proveer importantes servicios sociales —salud, educación, desarrollo tecnológico—, así como también que se garantice el consumo necesario para asegurar la reproducción de la fuerza de trabajo. Por lo tanto, desde la perspectiva del crecimiento económico sano, el consumo suntuario, la inversión improductiva —que se basa en el primero— y el uso especulativo de la riqueza constituyen una fuente privilegiada de recursos para una redistribución por medio de los impuestos.

Aquí, las lecciones que pueden darnos las economías industrializadas resultan paradigmáticas. Los países de la OCDE con mayores tasas de crecimiento del PBI y de la productividad media de la economía, a diferencia de la Argentina, recaudan una parte importante de sus recursos mediante impuestos sobre el ingreso, los beneficios y el patrimonio de los más ricos, demostrando, de este modo, la falacia que se esconde detrás del argumento que indica que sólo la inequidad puede garantizar el crecimiento (ver cuadro 2).

Cuando los impuestos sobre la riqueza —como flujo y stock— son bajos, lo que se promueve es la posesión de la riqueza, *no su uso productivo*. Puede ser que en alguna medida funcione como un incentivo de la inversión, pero no brinda seguridades. Por el contrario, la realidad de los países desarrollados indica que la construucción de un sistema impositivo justo e igualitario *sí lo hace*.

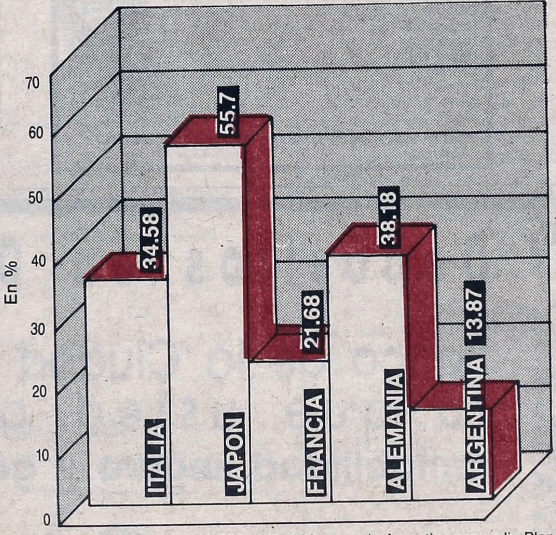
Tal vez nuestra dirigencia política y económica debería recordar a Sarmiento cuando hace algo más de un siglo decía que los sectores pudientes: ''*No quieren saber nada de derechos, de impuestos a la hacienda. Quieren que el gobierno, quieren que nosotros, que no tenemos una vaca, contribuyamos a duplicarles o triplicarles su fortuna... a todos los millonarios que se pasan su vida mirando como paren las vacas. En ese estado está la cuestión, y como resulta que los que hacen las leyes y las aplican son también ganaderos, veremos mañana la canción de siempre, el payar de la guitarra a la sombra del ombú de la pampa, y a la puerta del rancho de paja*''.

** Economistas de la Fundación Nacional.*

CUADRO 2

IMPUESTOS A LOS INGRESOS, BENEFICIOS Y PATRIMONIOS

(En % de los recursos impositivos totales)



Países OECD promedio 1975-1980-1985-1989 y para la Argentina promedio Plan de Convertibilidad.
Fuente: Revenue Statistics of OECD Member Countries 1965-1990. OECD, París, 1991 y Secretaría de Hacienda.

El Buen Inversor

EL PEOR DE TODOS

Derrumbe de las cotizaciones y achicamiento del volumen de negocios es el peor escenario bursátil para los comisionistas. Esta conjunción de factores, que deprime a más de uno, sería el epílogo del ciclo negativo inaugurado hace casi un año. Con esa esperanza, los operadores que aún se mantienen en pie apuestan a una pronta recuperación de las acciones.

(Por Alfredo Zaiat) En las últimas semanas los operadores se enfrentaron al peor escenario bursátil que se podía imaginar: caída de precios y de volumen de negocios. Si el derrumbe de las cotizaciones los desespera, la disminución de las transacciones termina de deprimirlos. El retroceso de las acciones inquieta a los comisionistas ya que ahuyenta a clientes y significa quebrantos en la cartera propia de papeles. Pero el achicamiento de los negocios los golpea directamente en el bolsillo, pues los corredores viven de las comisiones que cobran por la compraventa de acciones.

Al disminuir el volumen de operaciones también se reducen los ingresos de los agentes bursátiles. Esta pérdida de rentabilidad del negocio de intermediar papeles empresarios la están sufriendo los financistas que, entusiasmados con la promesa de un próspero desarrollo del mercado de capitales, se lanzaron a crear estructuras que con la presente realidad de la plaza quedaron sobredimensionadas. Por ese motivo, muchos bancos y agentes que armaron equipos de investigación y ampliaron su plantel están inmersos en una veloz reestructuración, despidiendo personal y bajando costos.

A fuerza de golpes los operadores finalmente se están dando cuenta de que el mercado accionario ha finalizado un intenso ciclo que comenzó a principios de 1991, con características muy similares a la del resto de los mercados emergentes. La primera fase de ese ciclo tuvo su inicio con la Convertibilidad, etapa que se reflejó en un violento crecimiento en las cotizaciones y en los volúmenes negociados. El MerVal —índice de las catorce principales acciones— trepó de 135 a 900 puntos en menos de ocho meses, y el volumen pasó de 3 a 61 millones de dólares promedio durante el año pasado, con records de 150 millones diarios.

A partir de junio del '92 comenzó la segunda fase, en la cual se derrumbaron las cotizaciones, aterrizando el MerVal en los 300 puntos en noviembre pasado. En ese período retrocedieron las acciones pero no la cantidad de transacciones. Entre diciembre y febrero de este año los papeles empresarios describieron un fuerte rebote que, en muchos financistas, alentó la idea de una pronta recomposición del mercado. Pero ese repunte de las cotizaciones finalmente demostró que no tuvo fuerza suficiente para sostenerse.

Desde ese momento lo que se ha verificado en la plaza es una continua disminución de las transacciones que, de acuerdo con los especialistas, constituye la última etapa del tramo negativo del ciclo bursátil inaugurado en la Convertibilidad. Este período final, con precios y volúmenes en descenso, terminaría por eliminar de la plaza a varios operadores (en la City, por ejemplo, se comenta que Unibanco está buscando socios), lo que permitirá a quienes sobrevivieron concentrar en sus manos una porción mayor del mercado. Al mismo tiempo nuevos financistas que no sufrieron la debacle probarán suerte en el recinto tentados por los precios accesibles de las empresas que, si bien en su mayoría no mostraron resultados espectaculares en sus últimos balances, brindan la posibilidad de realizar interesantes diferencias.

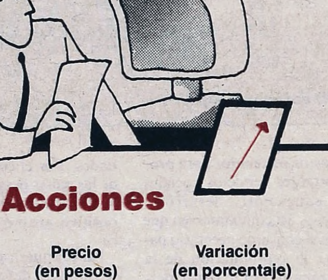


La cantidad de $ que existen

(en millones)

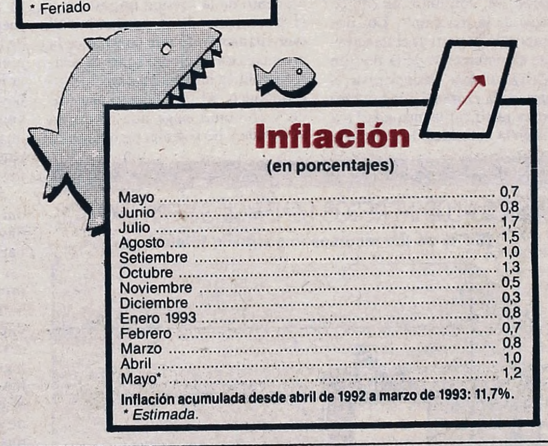
	en $	en u$s
Circ. monet. al 27/5	8797	
Base monet. al 27/5	12.012	
Depósitos al 21/5		
Cuenta corriente	2102	
Caja de ahorro	2214	
Plazos fijos	5196	

Nota: La circulación monetaria es la cantidad de dinero que está en poder del público y en los bancos. La base monetaria son los pesos del público y de los bancos más los depósitos de las entidades financieras en cuenta corriente en el Banco Central. Los montos de los depósitos corresponden a una muestra realizada por el BCRA.



Acciones

	Precio (en pesos)		Variación (en porcentaje)		
	Viernes 21/5	Viernes 28/5	Semanal	Mensual	Anual
Acindar	1,09	1,17	7,3	-11,7	-22,3
Alpargatas	0,675	0,69	4,0	-17,0	-2,5
Astra	2,07	2,18	5,3	2,1	-19,1
Atanor	0,41	0,38	-7,3	-35,6	-61,2
Bagley	4,20	4,40	4,8	1,9	-10,7
Celulosa	0,24	0,255	6,3	2,0	-43,3
Comercial del Plata	3,63	3,95	8,8	6,8	-27,5
Siderca	0,505	0,544	7,7	-18,2	-18,2
Banco Francés	10,20	10,45	2,5	4,0	18,8
Banco Galicia	5,62	5,75	3,0	0,6	18,1
Garovaglio	1,35	1,37	1,5	-26,0	-40,4
Indupa	0,335	0,34	1,5	-13,9	-29,2
Ipako	1,15	1,18	2,6	-29,8	-42,2
Ledesma	0,855	0,89	4,1	-4,8	54,8
Molinos	6,20	6,40	3,2	1,6	-15,8
Pérez Companc	4,02	4,30	7,0	-2,9	-19,1
Nobleza Piccardo	4,30	4,40	2,3	-14,6	-8,3
CINA (ex Renault)	24,20	26,30	8,7	0,3	-4,8
Telefónica	3,44	3,62	5,2	1,4	16,7
Telecom	2,83	2,98	5,3	-2,9	2,8
Promedio bursátil	—	—	**4,2**	**-2,5**	**-3,3**



Dólar

(Cotización en casas de cambio)

Viernes anterior	**1,0000**
LUNES	1,0000
MARTES*	—
MIERCOLES	1,0000
JUEVES	1,0000
VIERNES	1,0000
SUBA/BAJA	—

* Feriado

Inflación

(en porcentajes)

Mayo	0,7
Junio	0,8
Julio	1,7
Agosto	1,5
Setiembre	1,0
Octubre	1,3
Noviembre	0,5
Diciembre	0,3
Enero 1993	0,8
Febrero	0,7
Marzo	0,8
Abril	1,0
Mayo*	1,2

Inflación acumulada desde abril de 1992 a marzo de 1993: 11,7%.

** Estimada.*



Tasas

	Lunes	Viernes
Plazo fijo a 30 días	0,9	0,9
Caja de ahorro	0,4	0,4
Call money	0,1	0,1

Nota: La tasa de interés es efectiva mensual. Todos los valores son promedios de mercado y para los plazos fijos se toma la que reciben los pequeños y medianos ahorristas.

ME JUEGO

—¿Cuál piensa que será el comportamiento de los jubilados cuando reciban el dinero por el rescate de los BOCON con lo producido de la venta de las acciones de YPF?

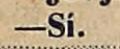
—El Gobierno está preocupado por el aumento del consumo y, por lo tanto, en la aceleración de la inflación debido a los fondos que distribuirá entre los jubilados al rescatarles los BOCON. Suponiendo que YPF vale 8000 millones de dólares, y si se vende el 57 por ciento de las acciones (31 por ciento del Estado y el resto de las provincias), el sistema previsional recibirá unos 2500 millones de dólares. Creo que los jubilados se van a gastar el 100 por ciento de ese dinero. Pero hay que sumar unos mil millones más que gastarán las provincias (con los otros mil que le corresponderán, constituirán fondos para financiar inversiones), con lo que el shock sobre el consumo será muy importante: casi el 2 por ciento del consumo total del Producto Bruto del año pasado.

—¿Qué mecanismo de esterilización de ese dinero considera más apropiado?

—No existe ingeniería financiera voluntaria que permita disminuir el impacto de esa masa de dinero en el consumo. El equipo económico está estudiando incrementar la deuda pública, profundizar la lucha contra la evasión y crear una caja de ahorro especial para jubilados.

—¿Qué pasará entonces con la inflación?

—Que el rescate de los jubilados tenga impacto sobre el gasto no significa necesariamente que se refleje plenamente en el índice de costo de vida.



—¿Qué títulos públicos recomendaría comprar?

—Los bonos que tienen aún margen para crecer son los Brady (Discount y PDI). Con la probable suba de la tasa de interés de largo plazo en Estados Unidos, muchos inversores institucionales venderán sus bonos de renta fija y se pasarán a papeles de tasa flotante. Los Discount y PDI son bonos de tasa flotante.

—¿Las tasas de interés que estaban recibiendo los ahorristas seguirán tan bajas en los próximos meses?

—La tasa interbancaria continuará en niveles deprimidos pese a la venta de dólares que realizará el Banco Central. Recién en la segunda quincena de junio se observará un repunte de esa tasa a niveles del 6-7 por ciento anual.

—¿Cómo armaría una cartera de inversión?

—Colocaría un 60 por ciento en Discount y PDI (bonos Brady); un 10 en Bónex '89; un 20 en BIC V; y un 10 por ciento en BOTE I.

—Ni un peso en acciones

—Veo muy errática a la Bolsa. No es el momento de entrar, pero tampoco recomendaría a los que tienen acciones a que las vendan. Hay que tener en cuenta que, además de YPF, habrá varias colocaciones de acciones de empresas atractivas, lo que permitirá conseguir papeles de buenas compañías a precios razonables.

—¿Se juega a afirmar que el dólar no se mueve durante este año?

—Sí.



Bónex

Serie	Precio (en pesos) Viernes 21/5	Viernes 28/5	Variación (en porcentaje) Semanal	Mensual	Anual
1984	96,30	96,70	0,4	0,6	5,2
1987	90,90	92,00	1,2	2,2	11,4
1989*	86,90	86,50	2,0	4,3	16,5

Nota: Los precios son por las láminas al 100 por ciento de su valor sin descontar las amortizaciones y rentas devengadas.
* Cortó cupón de renta

Bónex en dólares

Serie	Precio Viernes 21/5	Viernes 28/5	Variación (en porcentaje) Semanal	Mensual	Anual
1984	96,20	96,70	0,5	1,5	6,0
1987	91,00	92,10	1,2	2,3	11,6
1989*	86,90	86,30	1,8	3,9	17,1

Nota: Son los precios que hay que pagar por las láminas de 100 dólares.
* Cortó cupón de renta.



Trabas al comercio mundial

BARRERAS BAJAS

Aunque Japón ofreció rebajar o eliminar aranceles a 770 productos, Francia sigue resistiendo un recorte de subsidios. En la reunión de la OCDE la semana próxima continuarán los intentos de liberalizar el intercambio global.

Arthur Dunkel, director general del GATT, no alcanzará a ver la liberalización del comercio mundial por la que trabajó durante los últimos años. A fin de junio dejará la posta, posiblemente en manos del irlandés Peter Sutherland (chairman de un gran grupo de bancos de su país). Pero si esta vez las cosas salen bien, en el mismo momento en que abandone la jefatura del Acuerdo General de Aranceles y Comercio se habrá abierto una brecha que podría conducir a la finalización exitosa de la Ronda Uruguay iniciada en 1986. Las señales todavía son contradictorias, particularmente por la sempiterna oposición francesa a una restricción de subsidios agrícolas. Pero la simultánea oferta de Japón para reducir o eliminar tarifas sobre 770 productos hace que se mantengan las esperanzas. La semana próxima —más precisamente el miércoles 2 de junio— la reunión simultánea en París de los representantes económicos del Grupo de los Siete y de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) se sabrá si el optimismo es justificado. En caso contrario, advirtió Dunkel, el riesgo para el comercio global aumentará "acentuadamente", ya que las disputas comerciales entre los principales socios se transformarán en una serie de represalias y contrarrepresalias.

En su examen general del comercio publicado hace dos semanas, Dunkel destacó que el desempeño del comercio en 1992 fue excepcionalmente fuerte en relación con el crecimiento de la producción mundial. Pero consideró que el aumento del 4,5 por ciento en el volumen del comercio de mercaderías alcanzado el año pasado será difícil de igualar en 1993.

El valor del intercambio de mercancías fue de 3,7 billones de dólares. Pero el comercio mundial en servicios comerciales (que incluye transportes, turismo, telecomunicaciones, seguros, banca y otros servicios profesionales) subió en 1992 un espectacular 8 por ciento para llegar a 960 mil millones. Fue el cuarto año consecutivo que el crecimiento del comercio de servicios sobrepasó al de mercaderías.

El informe del GATT llamó la atención, paralelamente, sobre las 273 investigaciones antidumping y relacionadas con derechos compensatorios iniciadas entre julio de 1991 y junio de 1992, en comparación con 206 el año anterior y 131 en 1989-90. La lista de gobiernos que aplicó estas medidas restrictivas la encabezó Australia (84 investigaciones), seguida por Estados Unidos (77), México (25), la Comunidad Europea (23), Brasil (17) y Canadá (16). Entre los países que hicieron poco uso de esas represalias figuran India y Chile, con 5 investigaciones, Austria con 4 y Japón con 3.

Las trabas al libre comercio incluyen numerosas actitudes de difícil reversión en el corto plazo. Entre los ejemplos más recientes se pueden señalar el rechazo de la CEE al pedido de cinco países latinoamericanos de instalar un panel de arbitraje en el GATT, ante la decisión europea de favorecer las importaciones de banana de sus ex colonias. A partir del 1° de julio la Comunidad impondrá una cuota de importación de 2 millones de toneladas del producto de ese origen, que serán tasadas en 20 por ciento. Lo que pase de ese nivel tendrá aranceles de 170 puntos. Los representantes de Costa Rica, Colombia, Guatemala, Nicaragua y Venezuela calcularon que el perjuicio por esos límites será de 500 millones de dólares anuales en los próximos diez años.



Arthur Dunkel, el último mes como director del GATT.

Por otra parte, acaba de crearse un grupo independiente de estudio de disputas en el GATT para examinar si los impuestos norteamericanos sobre automóviles discriminan las exportaciones europeas. La CEE alega que los fabricantes de autos están pagando tres impuestos desproporcionados, dos de los cuales penalizan el elevado consumo de combustible, mientras el tercero es un impuesto sobre productos de lujo. Esas tasas implicaron un pago de 494 millones de dólares en 1991.

Japón, en tanto, no parece dispuesto a abrir su mercado al arroz extranjero, pero en la última reunión ministerial del G-7 en Toronto dio muestras de su espíritu liberalizador al ofrecer cortes arancelarios en 700 productos y rebajas en otros 70. Las autoridades niponas respondieron así anticipadamente a las críticas que preparaban Europa y Estados Unidos para la próxima reunión cumbre del Grupo, precisamente en Tokio a principios de julio.

La lista presentada por el ministro de Comercio, Yoshiro Mori, cubre las siguientes categorías de productos: bienes fonográficos y films (69 items); químicos (75); caucho (21); metales no ferrosos (63); papel y celulosa (32); máquinas agrícolas y de construcción (120); electrónicos (206); equipos médicos y científicos (82); textiles (32); acero y productos siderúrgicos (38); otros (30).

Norteamericanos y europeos deberán responder este jueves en París. Pero más probable es que el eje de las discusiones pase por el rechazo francés a la propuesta de la CEE de cortar en 21 por ciento los subsidios a la exportación (el pacto Blair House firmado con EE.UU. en noviembre pasado). El canciller Alain Juppe dijo que sólo hay coincidencia con la parte referida a las oleaginosas, en caso de que los socios comunitarios paguen más por las tierras que dejen de ser cultivadas para reducir la producción agrícola. "Considerando lo que está en juego vale la pena, tal vez, asumir el riesgo de una crisis en la CEE. Es una cuestión económica muy importante para nosotros", dijo Juppe, tras precisar que la cuestión podrá ser resuelta a mediados de junio.

ENFOQUE

(Por Marcelo Zlotogwiazda)

¿Qué le pasa a una economía si de buenas a primeras un mágico helicóptero deja caer sobre ella dinero equivalente al 10 por ciento de lo que sus habitantes gastan en consumo mensualmente? Esa pregunta, típica de un examen de un curso de Introducción a la Economía, está desvelando al equipo de Cavallo.

Aunque desde un principio el Gobierno sostuvo que los fondos recaudados por privatizaciones iban a ser destinados a mejorar los presupuestos de salud, educación, jubilaciones, etc., lo cierto es que hasta ahora esos recursos sirvieron para que Economía pudiera generar el superávit fiscal suficiente como para cumplir con sus obligaciones externas sin necesidad de violar la regla básica de no emisión en que se fundamenta la Convertibilidad. En cambio, la venta de YPF será la primera operación de ese tipo en que buena parte del dinero que se obtenga irá a parar a la gente, y, encima, no a través de prestaciones sociales sino directamente en efectivo al bolsillo de los jubilados como rescate de los BOCON.

En comparación con todas las anteriores privatizaciones, la de YPF tiene un aspecto en común. Desde el punto de vista patrimonial significará un nuevo debilitamiento del Estado, tanto en sus funciones "productivas" como regulatorias, ya que se quedará sin una herramienta poderosa de política económica. En ese sentido, la enajenación casi total de un recurso estratégico, no renovable y de altísima capacidad para generar renta como el petróleo, es una decisión que en cualquiera de los dos países que de alguna manera actúan como espejo de la Argentina se consideraría un disparate: hablar de vender el petróleo o la estatal Pemex en México, o privatizar el cobre en Chile, es tan irreverente como desconocer a Cantinflas o insultar a O'Higgins.

Pero analizada desde el punto de vista de la balanza de pagos, esta operación es muy diferente. Si las anteriores le servían al Gobierno para cancelar deuda externa con los títulos que recibía y para fortalecer el superávit fiscal *en dólares* con el efectivo que cobraba, esta vez no podrá hacer ninguna de las dos cosas. En primer lugar, porque todo el pago será en cash, y además porque los dólares que reciba deberá dejarlos como reservas ya que en forma paralela emitirá pesos para pagarles a los jubilados.

Si bien con una óptica política —mejor dicho, electoral—, el rescate anticipado de parte de la deuda previsional no hará más que favorecer las chances del oficialismo para el 3 de octubre, semejante inyección de dinero (se calcula equivalente a alrededor del 10 por ciento del consumo mensual de toda la población) es materia preocupante para la conducción económica.

Aunque por cierto no se trata de dinero que cae del cielo graciosamente, sino nada menos que a cambio de una porción de las acciones de la principal empresa del país y, más aún, del control de sus decisiones operativas, los potenciales efectos inflacionarios de un aumento significativo en la circulación monetaria han empujado a la gente de Cavallo a estudiar medidas para esterilizar dicho incremento. El análisis de las posibles alternativas todavía está en pañales, porque recién a comienzos de julio sabrán cuántas acciones adjudicarán, cuánto recaudarán y, en consecuencia, cuánto dinero entregarán a los jubilados. No obstante, la elevación de los encajes bancarios, la creación de una caja de ahorro muy atractiva para los ancianos (con algún subsidio de por medio), o la emisión de algún nuevo título público, son hasta ahora las variantes con más chances de ser las encargadas de evitar que el dinero se vuelque al consumo.

A primera vista, la decisión ya prenunciada de neutralizar la expansión monetaria para contener el consumo, resulta paradójica en un período preelectoral en el que habitualmente los gobiernos intentan satisfacer aceleradamente a los votantes.

No obstante, para la lógica política del oficialismo la estrategia es más que razonable, ya que su principal argumento electoral sigue siendo los bajos índices de inflación, y cualquier elemento que ponga en peligro ese logro es tanto o más indeseable que el mejor de los candidatos opositores. Más razonable aún, en momentos en que ya sea por factores climáticos (productos frescos y carnes), por alza de costos (pan), o por lo que fuera, hay bienes con mucha ponderación en la canasta familiar que están subiendo, al punto que la estimación de la inflación de mayo la ubica como la más alta del último semestre.

Además, para los requerimientos puramente económicos de la Convertibilidad, la inflación sigue en niveles que a mediano plazo resultan intolerables para un esquema de tipo de cambio fijo, aunque es incuestionablemente cierto que continúa siendo muy baja para lo que fueron los últimos años.

Prospectivamente, la decisión del Gobierno de contener el aumento en el consumo puede ser entendida como el reconocimiento de que la fórmula correcta para impulsar el crecimiento *sostenido* es con incrementos en la inversión productiva antes de que a través de un auge consumista. Y, hasta ahora, la Convertibilidad ha sido muy eficaz en promover el crecimiento como consecuencia de lo segundo. Todavía le resta demostrar que es un programa que genera en forma masiva otro tipo de inversión que no sea en el sector servicios. Y no son pocos los que aseguran que no es capaz.



CORCEMAR

La corriente inversora chilena en la Argentina continúa a buen ritmo, y la última operación conocida fue la adquisición de una porción del paquete accionario de la cementera Corcemar. El comprador fue la compañía trasandina Cemento Polpaico, que se quedó con el 12 por ciento de Corcemar por 12 millones de dólares. La operación significó la transferencia de 3,6 millones de acciones de Corcemar, casi el 12 por ciento del capital y casi el 15 por ciento del derecho a voto. Los vendedores de ese paquete fueron Justiniano Allende Posse y CISCA Comercial. Polpaico es una empresa controlada por la multinacional suiza Holderbank, que retiene el 54 por ciento del capital social, dedicada al sector cementero, a la fabricación de hormigón premezclado, a la producción de químicos relacionados con la construcción y a servicios asociados al rubro. En ese sentido, antes de la venta de las acciones, Corcemar había firmado con la compañía chilenosuiza un acuerdo para acceder al know how, a asistencia técnica y a financiamiento. Para esto había incorporado directivos y técnicos suizos. Polpaico posee 63 plantas cementeras en el resto del mundo, con una capacidad instalada de 48 millones de toneladas y una facturación global de 4200 millones de dólares.

GAROVAGLIO

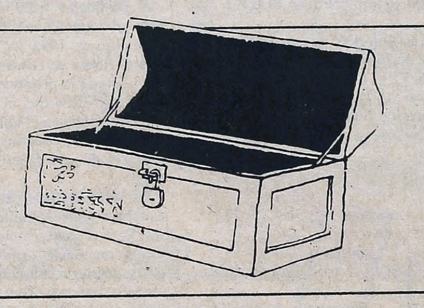
La industria petroquímica no está pasando por su mejor momento (caída de los precios internacionales, retraso cambiario y aumento de los costos internos), entonces tanto las empresas del sector como los grupos económicos diversificados a ese rubro están en un profundo plan de reestructuración para adaptarse al presente panorama. En esa tarea se encuentra embarcado Garovaglio y Zorraquín —controla a la petroquímica Ipako— que hace un par de semanas se desprendió de dos inmuebles. El primero fue el establecimiento El Piquete, ubicado en el departamento jujeño de Santa Bárbara, vendido en 790 mil dólares. Ese predio era utilizado por el holding para la ganadería, la agricultura y la forestación. Garovaglio también vendió la planta de silos de Bahía Blanca en 600 mil dólares. Según informó la empresa, los fondos recaudados —1,39 millones de dólares— serán destinados a la cancelación de deuda de corto plazo.

QUILMES

El Banco de Quilmes emitirá Obligaciones Negociables (ON) por 50 millones de dólares. Este lanzamiento forma parte del segundo tramo de la serie autorizada por 70 millones, de la cual ya fueron emitidos 20. El pago de intereses de estos bonos será semestral, con amortización de capital al final de la vida útil del papel a los tres años. Por otro lado, el Quilmes es la primera entidad financiera privada que lanzó al mercado un nuevo instrumento de crédito como los warrant (entregar stock de mercadería en garantía de un préstamo).

EL BAUL DE MANUEL

Por M. Fernández López



Vamo y vamo

Caso 1. Hace 20 años, en Santa Rosa, La Pampa, una madre dio a luz mellizos, siéndole entregado sólo un niño. *Caso 2.* Policías camineros me paran en la ruta; hallan una falla en mi auto, que supone una fuerte multa; me dan a entender que "tirando unos pesos pa' los muchachos" me dejan seguir y como si nada (¿quién no vivió esa experiencia?). En ambos casos hay semejanzas: un sujeto activo que entrega a un pasivo la eximición de una pérdida mayor, a cambio de participar en algún beneficio. En esa pseudoética hampesca ambos "ganan", ganancia compartida que el lenguaje popular condensa en la expresión: "Vamo y vamo".

Mutuamente ventajoso es también el remate a mejor postor de la mayor empresa argentina, YPF, anunciado el 1º de mayo ante el Congreso de la Nación: "Procederemos a la venta por oferta pública de las acciones de YPF, que serán destinadas integralmente a la cancelación de la deuda con los jubilados". ¿Quién desconoce las penurias del jubilado? ¿No es acaso una "buena acción"? Toda la sociedad aprobaría una reparación a la clase pasiva. Entre la clase "activa" están los bancos de inversión, que fijarán el precio de venta y embolsarán unos 200 millones de dólares por comisiones, y un puñadito de funcionarios, únicos asistentes a las negociaciones.

Distinguimos en Economía entre transacciones corrientes y de capital. Las de capital tienen por objeto activos que dan una renta y cuya vida útil se extiende hacia el futuro cierto número de años. YPF está en este segundo caso, sin duda alguna: empresa integrada, que explora, desarrolla y produce petróleo y gas, los refina, comercializa, transporta y distribuye, además de productos derivados, petroquímicos y gas petrolífero líquido. Con reservas comprobadas de 1000 millones de barriles de petróleo, sus ventas en 1992 fueron casi de 4000 millones de dólares. Con estas características se plantea enajenar un bien de capital de alta rentabilidad para permitir mayor consumo a un sector de la población. De realizarse así, en poco tiempo esa enorme suma será sólo un recuerdo. Más sano es compensar una descapitalización con una capitalización. Y tal como vamos, el único capital que sobrevive al desguace es la infancia. Sin negar el legítimo derecho del jubilado, mayor utilidad social tendría concentrar esos fondos —si realmente se llegan a repartir— en el mejoramiento sanitario y la excelencia educacional de niños y jóvenes.

Partir y repartir

La inmovilidad del trabajo y el capital entre países eran un supuesto de la teoría del comercio internacional de David Ricardo (1817). En lo interior, donde ganasen poco el trabajo o el capital, se retiraban para emigrar a actividades o regiones más ventajosas. La inmovilidad internacional de factores era correlativa con el costo de transporte. El comercio (de bienes) suplía la inmovilidad de factores. ¿Qué bienes intercambiar? Los indicados por los costos comparativos, dados por la productividad del trabajo. Heckscher (1919) fundó el comercio en las distintas proporciones de factores: la Argentina, con mucha tierra, podía producir *baratos* bienes con gran insumo de tierra (cereales, carne), y *caros* aquellos con alto insumo de factores escasos (trabajo y capital). El país, pues, debía exportar cereales y carne e importar manufacturas.

Pero ese esquema no fue viable sin transporte barato, que permitiera incorporar trabajo y medios de producción a la tierra. Matar indios, apropiar la tierra fueron sólo precondiciones, no suficientes para que el cereal germinase y las vacas engordaran. La expansión de la frontera agraria requirió hombres y medios de producción de Europa. Mover productos requirió mover factores. Así la tierra argentina se integró en un espacio amplio —con centro en Londres— en cuyo interior trabajo y medios de producción migraban hacia donde eran necesarios para permitir ciertas producciones: oro en Sudáfrica, lana en Australia, cereales en EE.UU. y la Argentina. El barco de vapor permitía la movilidad marítima; el ferrocarril, la movilidad terrestre.

En 1780 el poderoso comerciante Domingo Belgrano y Peri —el padre de Belgrano— recibía mercaderías —yerba, tabaco, vino, frutas, cuero— de cada rincón de un virreinato carente de movilidad de mano de obra. Era éste un agregado de naciones que comerciaban entre sí. Y que no tardaron en segregarse: Paraguay, Bolivia, Uruguay. La movilidad de mano de obra vuelve hoy a ser eliminada, al suprimirse el transporte ferroviario de personas, y somos devueltos a la época colonial, con sólo movilidad de mercancías. El distanciamiento interprovincial que ello significa ¿es mero cálculo económico?, ¿o hay un proyecto de desmembrar la actual Argentina —donde el reducir el Estado a extremos insignificantes juega un papel crucial— tal como se ve en países europeos, como la ex Yugoslavia y la URSS, y ahora en Brasil, donde la "república de la Pampa" busca escindir a varios estados sureños?